

商业贸易

2014年07月31日

苏宁云商 (002024)

——14Q2 收入增速降幅收窄，整体业绩低于预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

下调

市场数据：2014年07月30日

收盘价(元)	7.03
一年内最高/最低(元)	14.33/6.12
上证指数/深证成指	2181/7853
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	34733

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年03月31日

每股净资产(元)	3.78
资产负债率%	63.85
总股本/流通A股(百万)	7383/4941
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《苏宁云商一季报点评：喧嚣过后回归零售本质，转型步入深水区》

2014/04/30

《苏宁云商(002024)——线下改善线上放缓，用户体验提升成转型成败关键》 2014/03/13

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297646
maxt@swsresearch.com地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	105,292	7	372	-86	0.05	15.2	1.3	140	34
2014Q1	22,869	-16	-434	-	-0.06	15.6	-1.6		
2014E	96,869	-8.0	-856	(330)	(0.12)	15.0	-5.0		
2015E	99,775	3.0	-752	12	(0.10)	15.1	-4.1		
2016E	107,756	8.0	91	112	0.01	15.2	0.3	703	90

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；14、15 年预计净利润为负，PE 无意义。

投资要点：

- **半年度业绩低于预期。**公司披露半年度业绩快报，14H1 实现营收 511.60 亿，同比下降 7.87%；营业利润-10.47 亿，同比下降 224.87%；归母净利润-7.49 亿，同比下降 202.06%，EPS 为-0.10 元，业绩低于预期。加权平均 ROE 为 -2.67%，较去年同期减少 5.22 个百分点。
- **线下发力实现 14Q2 收入增速降幅收窄，整体销售增速略低于预期。**公司 14H1 实现营收 511.60 亿，同比下降 7.87%，其中 14Q1、14Q2 分别实现收入 228.7 亿、282.9 亿，分别同比下降 15.92%、下降 0.14%。**线上方面**，14H1 公司实现收入 82.82 亿，同比下降 21.96%，其中 14Q1、14Q2 分别实现收入 33.0 亿、49.8 亿，分别同比下降 26.65%、下降 18.51%。**线下方面**，报告期内公司实现线下收入 428.9 亿，同比下降 4.54%，其中 14Q1、14Q2 实现线下收入 195.7 亿、233.1 亿，分别同比下降 13.8%、增长 4.91%；Q2 线下收入转正主要为去年同期关店较多导致基数较低。**外延方面**，公司共计拥有门店 1623 家。其中，新开门店 62 家，关闭门店 64 家，剩余门店 1583 家，其中常规店 1505 家，县镇店 67 家，乐购仕 7 家，红孩子 4 家；香港地区新开 2 家，关闭 4 家，余 27 家；日本地区新开 3 家，关闭 2 家，余 13 家。去年同期大陆地区新开 28 家，关店 120 家；香港地区新开 2 家，关店 0 家，日本地区新开 0 家，关店 1 家；**同店增长方面**，上半年整体可比门店销售同比下降 8.75%，其中二季度公司进一步实践门店引流，加强促销，可比门店销售同比降幅收窄至 4%。
- **费用压力增加叠加 PPTV 亏损拖累净利润。**报告期内，公司引进了较多专业领域人才及应届毕业生，人员费用增长较快；同时，计提公司债券利息增加，财务费用同比有所增长；运营费用相对刚性且收入下滑，亦导致期间费用率有所增加。此外，PPTV 运营亏损，减少公司投资收益达 8115 万元。费用压力及投资亏损致公司报告期内实现归母净利润-7.49 亿，同比下降 202.06%。
- **后台建设逐步成型，转型仍在深水区。**报告期内，公司福州、中山物流基地

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

建成，截至 14H1 公司已有 21 个物流基地投入使用，物流运营能力进一步得到提升；同时，公司继续推进门店快递点、服务网店、线下自提柜等，完善最后一公里建设，6 月实现物流妥投率 99.02%，消费者服务满意度达到 95%。今年物流目标为北上广深四大城市主城区实现半日达，实行一日三送；其他 12 个一线城市实现次日达。我们认为，公司大力投入后台建设，物流配送能力向京东靠拢。2014 是战略执行年，执行效果暂不明显。公司在总裁办下成立战略管理部，自上而下统一战略思想；同时推出事业部机制，并成立物流、红孩子、金融、PPTV、超市、自主产品等 8 大独立公司。线下聚焦 O2O 门店升级、供应链整合；线上聚焦搜索、支付，丰富 SKU。我们认为 14Q2 线上、线下情况环比均有所改善，但改善幅度仍低于预期。改革进入深水区，14 年下半年继续承压。

- **下调盈利预测，维持增持。**公司继续推动线下门店改造和布局调整，线上用户体验改善，回归零售本质，推进全渠道经营模式。短期没必要过多关注财务数据，更应关注用户体验改善和产品落地。我们下调盈利预测，公司 14-16 年 EPS 为 -0.12 元、-0.10 元、0.01 元，（原盈利预测分别 -0.04 元、0.02 元、0.05 元），维持增持评级。

表 1：公司 14-16 年利润预测表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	98357.16	105292.23	96442.25	99725.44	104328.58
二、营业总成本	95352.24	105225.23	97577.35	100669.83	104321.84
其中：营业成本	80884.65	89279.06	81975.91	84666.90	88261.98
营业税金及附加	313.08	329.94	302.21	194.00	326.92
销售费用	11810.94	12739.71	12633.93	12864.58	13041.07
管理费用	2350.11	2805.67	2989.71	3091.49	2816.87
财务费用	-186.08	-149.09	-120.00	-150.00	-130.00
资产减值损失	179.55	219.94	-204.42	2.86	5.00
加：公允价值变动收益	-3.83	82.99	26.39	35.18	48.19
投资收益	12.51	33.92	43.00	40.00	21.00
三、营业利润	3013.60	183.90	-1065.71	-869.21	75.92
加：营业外收入	354.45	161.09	198.00	237.84	198.98
减：营业外支出	126.45	200.61	113.00	120.00	144.54
四、利润总额	3241.60	144.39	-980.71	-751.36	130.36
减：所得税	736.14	40.08	0.00	0.00	34.05
五、净利润	2505.46	104.30	-980.71	-751.36	96.32
少数股东损益	-170.66	-267.47	-124.24	1.00	5.00
归属于母公司所有者的净利润	2676.12	371.77	-856.48	-752.36	91.32
六、基本每股收益	0.37	0.05	-0.12	-0.10	0.01
全面摊薄每股收益	0.36	0.05	-0.12	-0.10	0.01

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。